

Mars 2021

Taux d'intérêt & obligations

Envolée des taux d'intérêt

Etats-Unis

- La croissance américaine continue d'accélérer : les chèques du plan de relance de décembre ont fait bondir les ventes au détail en janvier, et un autre plan de relance est sur les rails. Les indices des directeurs d'achats sont restés solidement ancrés en territoire expansionniste.
- La Fed souligne toujours que la hausse de l'inflation à venir sera temporaire et ne justifie pas de changement de politique monétaire.

Zone euro

- L'activité en Europe devrait se renforcer dès mars avec les allègements progressifs des restrictions. L'inflation a accéléré bien plus qu'attendu début 2021, mais est principalement due à des facteurs techniques et temporaires, sans incidence sur la politique monétaire.
- Les courbes des taux se raidissant relativement rapidement ces dernières semaines, la BCE a commencé à intervenir oralement pour tâcher de maintenir des conditions financières aussi souples que possible.

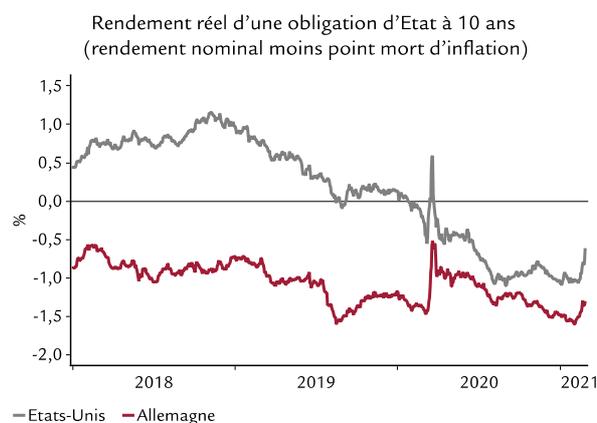
Royaume-Uni

- Le confinement outre-Manche reste l'un des plus durs en Europe. En janvier, les ventes au détail ont déçu, alors que des indicateurs du moral plus anticipés ont été une bonne surprise.
- La livre s'est nettement appréciée, durcissant les conditions financières au Royaume-Uni et augmentant potentiellement la pression sur la Banque d'Angleterre à intervenir. Selon nous, des taux directeurs négatifs restent peu probables.

Suisse

- L'économie devrait retrouver son niveau d'avant-crise dès 2021, plus rapidement que la plupart des autres pays européens.
- Avec une inflation se normalisant et un franc plus faible, il n'y a pas lieu pour la BNS, selon nous, de modifier sa politique monétaire.

Les taux d'intérêt réels ont atteint leur plus bas



Après un bref pic de volatilité en janvier, les écarts de crédit ont poursuivi leur implacable resserrement. En février, les écarts libellés en EUR et USD ont perdu respectivement 6 et 5 points de base (pb). Si les écarts de crédit connaissent un mouvement à sens unique depuis avril 2020, les taux se sont envolés ces dernières semaines. En février, les rendements des T-Bonds à 10 ans et ceux des Bunds à 10 ans ont respectivement gagné 30 pb et 20 pb. Si cela semble important, la tendance peut encore durer ces prochaines semaines selon nous. Les économies développées devraient progressivement rouvrir et signer une croissance solide et largement synchronisée au 2^e trimestre 2021. De plus, le plan américain de relance massive devrait être bientôt approuvé, tandis que l'argent bon marché émis par la banque centrale continue d'affluer dans l'économie. Ce tiercé a déjà commencé à faire revenir l'inflation. Certes, des facteurs temporaires et un effet de base notable des prix de l'énergie au 2^e trimestre portent l'inflation, mais selon nous, il y a un risque haussier supplémentaire pour les rendements des obligations d'Etat, les taux étant trop faibles comparés aux prévisions d'inflation. Nous maintenons donc notre position en duration courte et attendons un nouveau raidissement. Côté obligations d'entreprises, les écarts de crédit devraient rester dans leur fourchette, mais nous maintenons la légère surpondération en vue d'un carry.

Actions

Risque du fait de la hausse des rendements réels

Etats-Unis

- Notons une rotation sectorielle aux Etats-Unis en février. Les technologiques ont sous-performé malgré des bénéfiques corrects, les petites et moyennes capitalisations cycliques surperformant. Globalement, la performance du marché américain est similaire aux actions mondiales depuis début 2021.
- Les valorisations actuelles anticipent une somme de bonnes nouvelles, exposant le marché à des poussées de volatilité. La tendance positive sur le marché des actions devrait continuer.

Zone euro

- Malgré un rythme vaccinal bien inférieur par rapport aux Etats-Unis et un risque d'être à la traîne des réouvertures, les dernières nouvelles sur ces points sont meilleures, et les actions de l'UEM ont donc surperformé en février.
- A l'avenir, le marché des actions en zone euro devrait être synchronisé avec le reste du monde grâce à la reprise mondiale et aux politiques monétaires accommodantes.

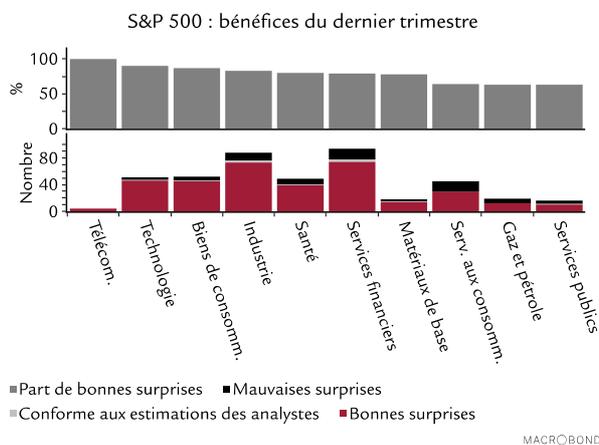
Royaume-Uni

- Malgré la forte appréciation de la livre, les actions britanniques affichent une performance étonnamment bonne jusqu'ici, leur marché cyclique profitant de meilleures perspectives de croissance.
- Mais le Brexit et son lot d'obstacles, notamment pour l'exportation, sont source de difficultés pour les entreprises. Le marché britannique des actions ne devrait donc pas tenir le tempo récent et devrait être à la traîne du reste du monde.

Suisse

- Depuis le début de l'année, les actions suisses ont nettement sous-performé leurs homologues mondiales à cause de leur nature défensive.
- Cela ne va pas changer de sitôt, même si les petites et moyennes capitalisations, plus cycliques, devraient continuer à surperformer les poids lourds.

Solides bénéfiques, notamment dans le secteur informatique



Malgré une volatilité élevée, les marchés mondiaux des actions ont poursuivi leur hausse en février. Et les raisons d'être positif sont nombreuses : meilleures perspectives de croissance, accélération du rythme de la vaccination et soutien continu des politiques monétaire et fiscale. Autre motif clé, quoique plus discrètement évoqué, des bénéfiques relativement solides. Dans les publications actuelles, la large majorité des entreprises américaines font mieux que les prévisions (cf. graphique). Avec, côté bénéfiques, une surprise en moyenne un peu en deçà de la précédente saison de publication des résultats (17,9% vs 18,7%) ; celle côté ventes a nettement augmenté (de 2,5% à 3,0%), traduisant une dynamique économique en amélioration. Poids lourd du S&P 500, le secteur technologique a publié des chiffres très solides, 90% des entreprises dépassant de 18,7% les estimations, et les ventes sont meilleures que prévu (6,0% en moyenne). Malgré des fondamentaux en amélioration, l'évaluation des titres reste très élevée du fait des faibles taux d'intérêt et du manque d'alternatives. La situation s'est corsée sur ce point. Les rendements réels (ajustés de l'inflation) des obligations d'Etat ont rebondi depuis de très bas niveaux en Europe et aux Etats-Unis, améliorant un peu l'attractivité relative de cette classe d'actifs. Le taux d'actualisation plus élevé est un souci surtout pour les « titres de croissance », d'où la récente sous-performance du secteur informatique. Mais la base technique est selon nous suffisamment robuste pour assurer la tendance modérément positive des actions.

Devises

La surperformance de l'économie va profiter à l'USD

Etats-Unis

- En février, le taux de change effectif de l'USD a perdu, les devises cycliques (p. ex. EUR, GBP) et celles liées aux matières premières (p. ex. AUD, CAD) ont profité de meilleures prévisions de croissance mondiale.
- Mars verra la fin de la faiblesse de l'USD, car la croissance américaine devrait surperformer celle des autres pays développés. Les attentes du marché quant à un resserrement de la politique monétaire de la Fed ont été avancées, avec au moins deux hausses de 25 points de base anticipées sur trois ans. Des évolutions appelées à durer, soutenant à nouveau le billet vert.

Zone euro

- Le sentiment du marché envers l'UEM et l'EUR s'est amélioré en février, un bon moral embelli par la nomination de Mario Draghi à la tête du gouvernement italien.
- Dans une économie atone, une BCE accommodante a tendance à limiter toute appréciation supplémentaire. Sur un mois, nous sommes même négatifs sur la paire EUR/USD et neutres sur EUR/CHF.

Royaume-Uni

- Poursuite du rebond de la livre, sur fond de meilleures prévisions de croissance et de hausse des prix du brut.
- Ces dernières évolutions nous semblent exagérées, et nous sommes neutres sur la paire GBP/USD.

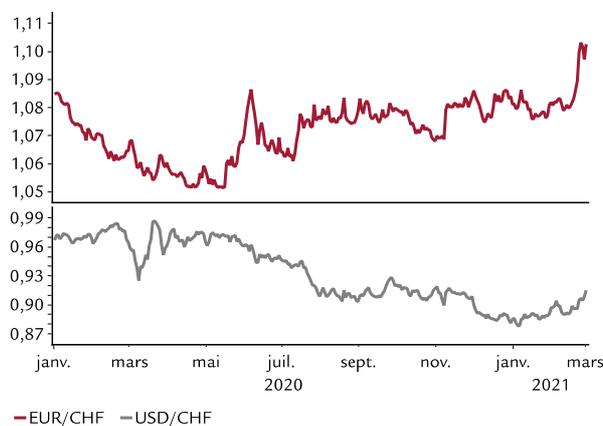
Suisse

- Le CHF signe la pire performance des marchés développés en février, la « reflation » globale (cf. commentaire principal) augmentant de tempo.
- Toutefois, les facteurs structurels d'un franc fort demeurent, la hausse de la paire EUR/CHF devrait donc cesser. Nous sommes neutres sur cette dernière pour mars.

Japon

- Le yen – valeur refuge à l'instar du franc – est l'autre victime de l'activité de reflation, avec un taux de change effectif perdant 3,5% en 2021.
- La paire USD/JPY devrait poursuivre sa baisse ces prochaines semaines, du fait de la vigueur de l'USD.

Vente du CHF sur fond d'une « activité de reflation » globale



MACROBOND

En février, nous avons observé deux surprises sur les marchés des devises. Premièrement, le taux de change EUR/CHF est sorti de sa récente fourchette 1,075–1,085 pour atteindre 1,10, une première depuis novembre 2019. Le moment et l'ampleur du mouvement en fin de mois ont été une surprise. Bien sûr, la paire EUR/CHF a globalement évolué selon le sentiment de risque mondial, la valeur refuge qu'est le franc s'appréciant au plus fort de la crise l'an dernier, et se dépréciant depuis mai 2020, les investisseurs reprenant leurs esprits animaux. Mais globalement, les mouvements ont été timides eu égard au stupéfiant flux de nouvelles (élections américaines, annonces de vaccins, etc.). On peut donc interpréter le bond de la paire EUR/CHF comme une réaction différée aux puissants moteurs macroéconomiques mondiaux (prévisions d'inflation et de croissances plus élevées) tirant les rendements des obligations et les actions vers le haut depuis début 2021. Seconde évolution surprenante, l'accélération de l'appréciation de la livre en février. Le taux de change effectif de la GBP a livré la seconde meilleure performance depuis le début de l'année parmi les principales devises, juste derrière l'AUD. La livre a profité de la hausse des prix du brut et de l'avancée vaccinale rapide, relevant les prévisions de croissance pour l'Angleterre en 2021. L'envolée de la GBP nous semble exagérée, et nous sommes neutres sur la paire GBP/USD.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
 @MarcBruetsch



Michael Klose
CEO Third-Party Asset Management
michael.klose@swisslife.ch

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels.

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.